

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: X2009157063

UDC \_\_\_\_\_

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

控制权异质性、公司过度投资与财务困境

——基于中国上市公司的经验研究

Control heterogeneity, Over-investment and Financial Distress

——Empirical Study based on Listed Companies

刘 翀 南

指导教师姓名: 黄 炳 艺 副教授

专 业 名 称: 会计硕士(MPAcc)

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩日期: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2013 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年    月    日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

## 摘要

投资决策被普遍认为是公司三大财务决策中最重要的决策，所以对公司投资行为的研究一直是理论界与实务界的重点。本文将基于我国最近一段时期上市公司内外部治理的特征，以该时期大股东控制权的特征作为研究的切入点，研究大股东控制权异质性如何影响公司的投资决策，观察该异质性是否会加剧公司过度投资的扭曲行为，以及由此导致公司陷入财务困境的可能性，并初步考察外部因素对上述关系的影响。即本文将控制权异质性、公司过度投资行为及其产生的财务风险纳入到统一的分析框架，从公司治理理论和制度环境理论相融合的层面，试着解释和解决以下三个问题：第一，我国上市公司大股东控制权异质性对企业过度投资有着什么样的影响？第二，过度投资是否会加大企业陷入财务危机的可能性？第三，大股东控制权异质性在过度投资与财务风险关系中扮演的角色能否在一定程度上弱化？从而为进一步研究我国上市公司大股东控制下的过度投资行为特征提供参考。

在实证分析中，本文根据前人经验和我国的实际情况构建了相关模型来研究我国上市公司控制权异质性、过度投资与财务困境的关系，并得到如下结果：控制权和现金流权分离度越大，企业过度投资行为越严重；国有企业更容易导致过度投资；股权制衡度并不能降低企业的过度投资；过度投资将加大企业的财务风险；市场化进程程度高的地区，公司的投资行为更为理性。根据本文的研究结论提出了以下建议：优化股权结构；适度减持国有股比例；保持相互制衡的股权结构；健全公司外部治理机制。

**关键词：**控制权特性；过度投资；财务困境

## **Abstract**

The Investment decision is generally considered the most important three financial decision-making, so the research on corporate investment behavior has been the focus of attention of the theoretical and practical circles. This paper will be based on the characteristics of the internal and external governance in the company of China's Transition Period, and considering the characteristics of the control as the entry point of the study. And this article study how the heterogeneity of the major shareholders control influence investment decisions, explore if the heterogeneity can exacerbate over-investment distortions behavior and the resulting company in financial distress. In other words, this article join the heterogeneity of control and the over-investment and financial risk together into the unified analytical framework, with integration of the theory of corporate governance and institutional environment theory, trying to solve the following three questions: Firstly, how the control heterogeneity of the major shareholders of the enterprise impact the excessive investment; Secondly, if excessive investment will increase the possibility of the enterprise into financial crisis. Thirdly, if the large shareholders heterogeneity has a distorting effect on excessive investment, then how can we reduce the impact to provide references for the further study of excessive investment behavior of the control of large shareholders in China under the listing Corporation.

In the empirical analysis, this paper based on previous experience and China's actual situation, build a relevant model to study the relationship between control heterogeneity of the listed companies in China and over-investment, as well as financial distress, and the study results as: the separation of ownership and control rights and over-investment are proportional; State-owned enterprises easily conduct over-investment; Equity balance cannot reduce the excessive investment enterprises; excessive investment will increase the financial risk of the enterprise, in addition the marketization process in the regions of high level, company's investment behavior more rational. According to the conclusions of this study, the paper provides the following recommendations: to optimize the shareholding structure; maintain the shareholding structure of balances; moderate reduction of the proportion of state-owned shares; perfect the corporate governance mechanism.

**Key word:** Control heterogeneity; Over-investment; Financial distress

厦门大学博硕士论文摘要库

# 目 录

<b>第一章 引言 .....</b>	<b>1</b>
1.1 选题背景和选题意义 .....	1
1.1.1 选题背景 .....	1
1.1.2 选题意义 .....	3
1.2 本文的研究思路、基本框架和主要创新 .....	4
1.2.1 研究思路及基本框架 .....	4
1.2.2 本文可能的创新点 .....	6
<b>第二章 文献回顾与相关理论 .....</b>	<b>7</b>
2.1 企业投资行为理论 .....	7
2.1.1 代理问题与企业投资行为 .....	7
2.1.2 基于信息不对称下的企业过度投资理论 .....	10
2.1.3 基于行为公司财务的企业过度投资理论 .....	10
2.2 财务困境研究 .....	11
2.2.1 财务困境预测模型 .....	12
2.2.2 财务困境成本研究 .....	12
2.2.3 财务困境成因 .....	12
2.2.4 财务困境后果 .....	13
<b>第三章 理论分析与假设 .....</b>	<b>15</b>
3.1 控制权和现金权分离度与公司过度投资 .....	15
3.2 不同产权属性与公司过度投资 .....	16
3.3 股权集中与公司过度投资 .....	15
3.4 过度投资行为与财务困境 .....	17
<b>第四章 实证研究设计 .....</b>	<b>18</b>
4.1 样本选择与数据来源 .....	18
4.2 变量和实证模型 .....	18
4.2.1 变量描述 .....	18
4.2.2 实证模型 .....	23

<b>第五章 实证分析及研究结果</b> .....	<b>24</b>
5.1 描述性统计分析.....	24
5.2 相关性分析.....	24
5.3 预期投资与过度投资.....	25
5.4 控制权异质性与过度投资分析.....	26
5.5 过度投资与财务困境分析.....	31
5.6 进一步分析.....	33
5.7 稳健性检验.....	35
<b>第六章 研究结论与政策建议</b> .....	<b>39</b>
6.1 主要研究结论.....	39
6.2 政策建议.....	39
<b>参考文献</b> .....	<b>41</b>



# Contents

<b>1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 The background and significance .....</b>	<b>1</b>
1.1.1 The background.....	1
1.1.2 The significance .....	3
<b>1.2 Research ideas, basic framework and main innovation. ....</b>	<b>4</b>
1.2.1 Research ideas and basic framework .....	4
1.2.2 The main innovation.....	6
<b>2 The literature review and related theories .....</b>	<b>7</b>
<b>2.1 The theory of Enterprise investment behavior .....</b>	<b>7</b>
2.1.1 The agency problem and corporate investment behavior.....	7
2.1.2 The theory of enterprises excessive investment based on the asymmetric information.....	10
2.1.3 The theory of enterprises excessive investment based on the corporate behavior.....	10
<b>2.2 Research on financial distress .....</b>	<b>11</b>
2.2.1 Financial distress prediction models .....	12
2.2.2 Research on financial distress costs .....	12
2.2.3 The causes of financial distress .....	12
2.2.4 The consequences of financial distress .....	13
<b>3 The theoretical analysis and hypothesis .....</b>	<b>15</b>
<b>3.1 the separation of ownership and control rights and over-investment.....</b>	<b>15</b>
<b>3.2 Property and Over-investment .....</b>	<b>16</b>
<b>3.3 Equity balance .....</b>	<b>15</b>
<b>3.4 the over-investment and financial distress.....</b>	<b>17</b>
<b>4 The empirical research design.....</b>	<b>18</b>
<b>4.1 Sample selection and data sources .....</b>	<b>18</b>
<b>4.2 Variables and empirical model .....</b>	<b>18</b>
4.2.1 Variable description.....	18
4.2.2 The empirical model.....	23

<b>5 The empirical analysis and results .....</b>	<b>24</b>
5.1 The descriptive statistical results .....	24
5.2 The correlation results .....	24
5.3 expectative Investment and over-investment.....	25
5.4 The anlysis between the characteristics of control right and overinvestment. 26	
5.5 The anlysis between overinvestment and financial distress .....	31
5.6 Further analysis.....	33
5.7 Robust test.....	35
<b>6 conclusions and policy recommendations .....</b>	<b>39</b>
6.1 The main conclusion .....	39
6.2 policy recommendations .....	39
<b>Reference .....</b>	<b>41</b>

## 第一章 引言

### 1.1 选题背景和选题意义

#### 1.1.1 选题背景

LZ 公司为一家注册资本 1.2 亿元的民营房地产企业，其核心业务为 Z 省 H 市的一个商业地产开发项目，该项目原业态为酒店式公寓为主、兼顾办公及商业的小型综合体，建成后除部分留用外，大部对外销售；项目备案总投资 6.71 亿元，预计实际投资约 10 亿元，预计可实现销售收入约 22.2 亿元。2012 年 6 月 30 日，LZ 公司的帐面净资产 1.18 亿元，评估净资产 8.24 亿元。2012 年 9 月，按某大型国有企业文件要求，由该大型国有企业 Z 省子公司出资 4.18 亿元向 LZ 公司的单一股东方 LT 公司收购了 LZ 公司的全部股权（LT 公司和 LZ 公司的实际控制权均由该大型企业的 Z 省子公司的 H 市分公司掌握）。收购完成后，Z 省子公司要求 LZ 公司更改全部项目业态为自用型大开间办公楼，后续另投入 5.51 亿元以完成建设，项目建成后，LZ 公司注销房地产企业资质，视情吸收合并入 Z 省子公司。

本文作者作为 LZ 公司财务主管经历了上述过程，并对其中显现的一些较为异常的问题进行了一定的思考。问题一、Z 省子公司为贯彻其母公司的意图，从 LT 公司手中将评估价值为 8.24 亿元的 LZ 公司全部股权以 4.18 亿元收购，是否是 LT 公司股权异质性对其投资行为的一种极端影响的表现（LT 公司的所有股份均为 Z 省子公司 H 市分公司职工持有）？问题二、Z 省子公司为贯彻其母公司的意图，要求 LZ 公司更改项目业态设计和不销售自用，是否是 Z 省子公司股权异质性对其投资行为的另一种极端影响的表现（因 H 市地方政府已停止商业金融和办公用地建设酒店式公寓的审批，LZ 公司的项目业态设计更改一旦通过审批将无法改回，而 H 市的酒店式公寓和办公楼销售的价格差异很大，故预计该项目业态全部改成大空间办公楼后，预计可实现销售收入仅为 14.8 亿元）？

因作者本身权限较低，无法获取足够的内部经营和财务信息，无法进一步就上述案例作更深一步的研究，只能将注意力转移到公开披露的信息和资料相对较多，可信度相对也较高我国上市公司上，尤其关注最终控制权为国有控股的上市公司。经过一段时间的文献和资料收集，作者发现有很多研究者认为股权异质性对我国上市公司的投资政策影响非常明显。如：“中国上市公司股权集中且一股独大，控制权与所有权并非完全分离，公司的控制权实质上掌握在大股东手中”（饶育蕾，2006）。“且这种

控制权普遍体现为多层级和多链条构成的金字塔结构”（刘芍佳等，2003；马忠等，2008），“具有明显的财富杠杆效应，大大提高了控股股东控制的具有成本优势的内部资金规模”（Holmen and Hogfeldt, 2005；李增泉、辛显刚和于旭辉，2008）。“因而相对于外部资本市场，金字塔结构控制下的企业存在投资回报的软约束，容易导致过度投资问题”（Holmen and Hogfeldt, 2005）。

而我国大部分企业处于发展阶段，刚刚度过创业阶段，完成了原始积累，这时的企业家往往表现出对自己在创业阶段的精彩表现以及创业精神的过度自信，引领企业快速扩张，这种对自身决策的盲目自信、独裁笃定，往往会难以把握企业发展速度，过度热衷于最求企业资产总额、市场份额、营业收入、员工人数的增长，造成非效率的过度投资扩张。从我国上市公司的情况看，企业扩张的速度一直处于较高水平，“2002-2005年，上市公司总投资规模的年均环比增长率分别为36.83%、27.67%、44.95%、16.66%，呈现出长期高速扩张的势头”（姜付秀等，2009）。近年“造系运动”风起云涌足以作为佐证，“德隆系”、“科龙系”、“中科系”、“农凯系”、“鸿仪系”、“朝华系”充斥着我们的眼球，但“造系运动”的悲喜和后续研究也随着时间的推移逐渐展现和深入。

“处于转轨经济与新兴市场中的中国企业具有强烈的扩张冲动。然而对于我国众多企业来说，这种扩张普遍存在过度投资倾向”（李维安、姜涛，2007；唐雪松等，2007；蒋东升，2011）。众所周知，合理的扩张速度能够给企业带来发展壮大以及价值的增长，然而过度的投资扩张却会反其道使得企业非常脆弱，被誉为“现代管理学之父”的彼得·德鲁克说过：“成长是如此脆弱”。高速成长容易使人盲目，增加公司经营的风险，比如随着公司不断发展或是踏入新领域时，在经验、技术、人才等方面的匮乏。这时候的企业就如多米诺骨牌一样，如果不重视对风险的控制，哪怕一个小小的意外，一旦触动便会引发企业重大的危机，甚至造成公司的破产。然而现实中，企业往往只重视如何通过投资扩张来发展壮大企业，创造价值，却忽略了经营中面临的风险。“从已有的相关文献可以看出，无论国内还是国外，学术界更多地是讨论企业行为对企业绩效或者企业价值的影响，而企业行为对企业风险所可能产生的影响却较少探讨”（姜付秀，2009）。

基于上述背景，本文将基于我国近期上市公司内外部治理的特征，以转型时期大股东控制权的特质作为研究的切入点，研究大股东控制权异质性如何影响公司的投资决策，回答该异质性是否会加剧公司过度投资的扭曲行为，以及由此导致公司陷入财

务困境的可能性。即本文将控制权异质性、公司过度投资行为及其产生的财务风险纳入到统一的分析框架，从公司治理理论和制度环境理论相融合的层面，试着解释和解决以下三个问题：第一，大股东控制权异质性对企业过度投资有着什么样的影响？第二，过度投资是否会加大企业陷入财务危机的可能性？第三，大股东控制权异质性在过度投资与财务风险关系中扮演的角色能否在一定程度上弱化？从而为进一步研究我国上市公司大股东控制下的过度投资行为特征提供一定的参考。

### 1.1.2 选题意义

本文研究的切入点是上市公司控股股东的控制权异质性与过度投资问题，基于我国转型时期和新兴市场的制度环境，选取代表控股股东控制权的特性，考察控股股东控制权特性对过度投资的影响，结合企业过度投资行为导致企业陷入财务困境可能性的经济后果，研究控股股东控制权异质性通过其过度投资行为对企业财务风险的影响。本文的研究对于丰富投资理论、财务困境理论和规范我国监管机构对于上市公司控股股东的行为、促进上市公司健康发展都具有一定的意义。

#### （一）丰富投资与财务困境理论

现代的公司理财管理中，投资决策作为公司三大重要决策之一，对于企业发展壮大有着重要的意义。然而现实中由于种种原因导致企业非效率投资特别是过度投资问题，会严重影响到企业的发展，降低企业价值，甚至使企业陷入财务困境直至破产。目前我国处于经济转型期的制度环境下，大股东一股独大，掌握着企业投资的决定权，有着侵占中小股东的强烈动机，更倾向于过度投资，更可能使上市公司陷入财务困境，因此本文基于我国转型时期和新兴市场的特殊制度背景，以转型时期大股东控制权特性作为研究的切入点，以公司投资理论和财务困境理论作为研究的分析视角，将上市公司控股股东控制权特性、投资行为以及对企业陷入财务困境可能性纳入到统一的分析框架，深入探讨上市公司大股东的控制权特性导致企业过度投资从而使企业更容易陷入财务困境的问题，显得更有意义，丰富了投资理论和财务困境理论。

#### （二）完善公司治理结构、制定合理投资政策提供参考

本文借鉴公司治理理论、投资理论以及财务困境理论的研究成果，以我国上市公司大股东特有的控制权特性为切入点，力求通过深入、系统的规范研究和实证分析，考察上市公司控股股东控制权异质性对上市公司非效率的过度投资行为，及其导致公司陷入财务困境的可能性，为上市公司完善治理结构，制定合理投资政策提供理论和实践的参考。

### （三）提高企业防范风险的能力

2008年由次贷危机引发的全球金融危机给企业一个警醒，治理结构的不完善将导致企业陷入经济危机，而所有权结构作为公司治理机制重要的制度，对企业风险有着重大的影响。本文通过研究上市公司控制权异质性以及外部的治理环境对于公司风险的影响，希望全面考察公司内部治理和外部治理环境对风险影响的机制，切实帮助企业提高风险防范能力。

### （四）有利于监管层更好的推进监管工作

通过研究我国上市公司大股东控制下的投资及财务困境问题等的研究，一方面对于进一步深入地探讨我国上市公司特定治理结构下的投资决策、改进上市公司的治理结构和健全对中小投资者的法律保障的体系等方面，具有一定的现实意义。另一方面能够为上市公司以及证券市场监管部门提供所有权改革、资本市场制度规范所需的参考依据。

## 1.2 本文的研究思路、基本框架和主要创新

### 1.2.1 研究思路及基本框架

本文借鉴 Richardson（2006）的方法，基于我国特殊制度背景下分析我国上市公司控股股东控制权异质性对公司非效率过度投资的影响及其对公司陷入财务困境可能性的影响。本文的结构安排如下：

第一章为引言。本章主要介绍控股股东、过度投资与财务困境问题提出的背景、选题意义以及论文的研究思路和整体框架。

第二章为文献回顾与相关理论。本文的文献回顾部分从两个方面来对相关的研究进行综述：一是控股权异质性与过度投资问题，从三个角度来阐述，分别为代理问题与企业投资行为、基于信息不对称角度的企业过度投资理论、基于行为公司财务的企业过度投资理论。二是财务困境研究，从四个方面来展开，分别为财务困境预测模型、财务困境成本研究、财务困境成因、财务困境后果。

第三章为理论分析及假设。本章结合第二章的文献回顾与相关理论，提出以下五个假设，即上市公司控制权和现金流权分离度越高，公司过度投资行为越严重；相比非国有控股企业，在国有上市公司的过度投资行为更严重；股权集中度越大，上市公司更容易产生过度投资行为；企业过度投资行为将导致公司的财务风险增加；市场化进程指数高的地区，控制权的三大特征对过度投资的促进作用减弱。

第四章为实证研究设计。选取深沪两市全部 A 股上市公司 2007-2011 年的数据为

研究样本，并剔除了金融业行业、ST 公司以及数据缺失和异常值的公司，以控制权和现金流权两权分离度、产权性质、股权集中三个方面来描述控股股东的控制权异质性特征，并选择市场化进程指数作为外部治理环境的变量，借鉴 Richardson（2006）的模型衡量过度投资，基于稳健性考虑，采用三种方式来作为过度投资的变量，并选取多个与研究的因变量相关的控制变量。

第五章为实证分析及研究结果。本章包括描述性统计分析、相关性分析、预期投资与过度投资模型分析、控制权异质性和市场化进程与过度投资以及财务困境之间的分析。进一步地，本文考虑了外部环境对公司微观行为的影响，通过设置变量市场化进程指数来考察外部环境的作用。采用 OLS 回归和 Logistic 模型，运用 STATA12.0 软件得出研究结果，以及为了保证文章中得出结论的稳健性，进行了稳健性测试。

第六章为研究结论和政策建议。本文结合我国实际的制度背景，研究了公司控制权异质性对公司过度投资行为的影响，进而对公司财务困境的作用影响。研究的主要结论有：控制权和现金流权分离度与过度投资正比；股权性质（国有化程度）与过度投资成正比；股权集中与过度投资成反比；过度投资与财务风险成正比；市场化进程指数高的地区，控制权的三大特征对过度投资的促进作用减弱（即良好的治理环境能够起到抑制公司过度投资，使得公司的投资决策更为理性）；并提出以下建议：优化股权结构；适度减持国有股比例；保持相互制衡的股权结构；健全公司外部治理机制。

其中，第二章和第三章为本文的理论分析部分，第四章和第五章为本文实证分析部分。本文的研究思路如图 1-1 所示。

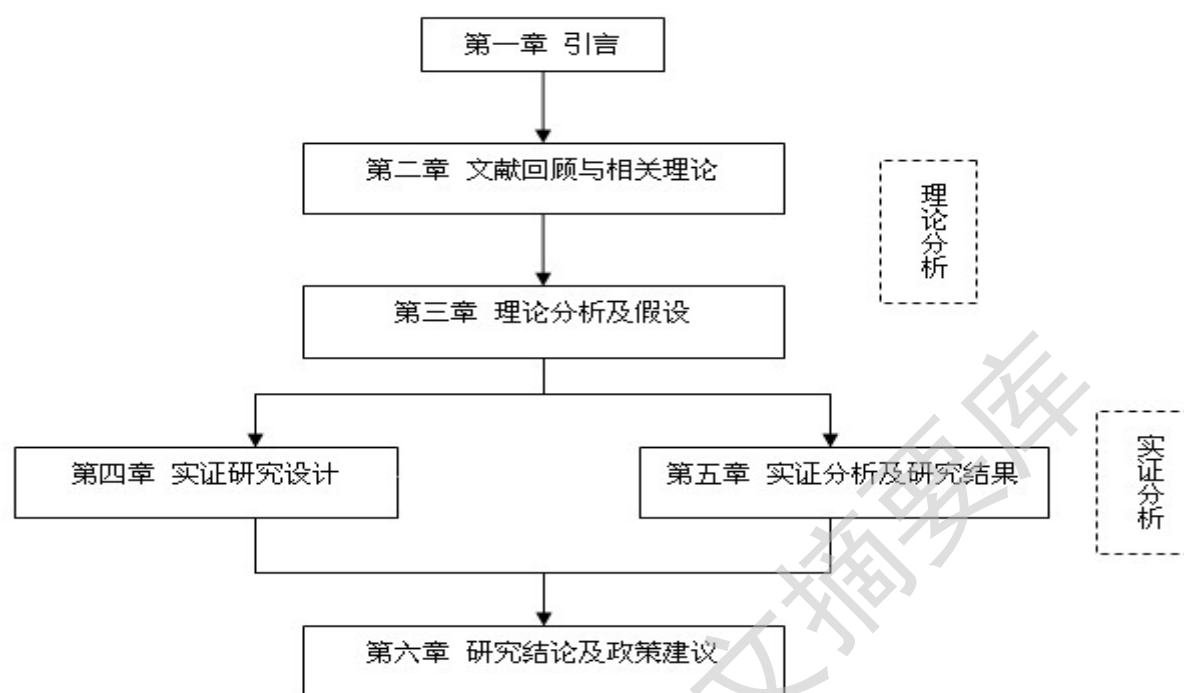


图 1-1 研究思路

### 1.2.2 本文可能的创新点

国内关于结合制度环境研究控股股东控制权特性对企业过度投资以及企业陷入财务困境可能性的影响较少，本文在前人的研究基础上进行以下尝试：

（一）考虑在我国当前转型时期和新兴市场独特的制度背景下，考察上市公司大股东控制权特性对企业非效率的过度投资行为的影响。宏观制度环境对公司治理产生重要影响。我国上市公司的治理结构、外部环境与西方不同，考虑中国上市公司的投资行为，更需要融入中国特有的制度环境背景。

（二）考虑将上市公司大股东控制权异质性、过度投资行为与公司财务困境三者放入统一框架，综合考虑三者的关系。将大股东行为、投资决策与财务困境进行联合考察的文献鲜见。而在我国当前的制度背景下，恰恰是大股东攫取控制权私人收益的行为，可能构成上市公司财务困境的主要成因。而现有的少量关于大股东控制与财务困境的经验研究中，也只是简单将控制权特性作为解释变量，与表征公司财务困境的变量直接的进行多元线性回归。本文充分考虑大股东控制权的不同方面，加入投资因素，企图更全面的研究大股东控制权与公司财务困境的关系。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库